

CRESCIMENTO COM ESTABILIDADE EM AMBIENTE TURBULENTO: HERANÇA DOS ANOS NOVENTA E OS NOVOS DESAFIOS PARA A POLÍTICA ECONÔMICA BRASILEIRA

Dionísio Dias Carneiro*

1. Introdução

Os Bancos de Desenvolvimento são uma herança do pós-guerra e resultam, assim, das discussões sobre a construção da paz ao final da década de 1940. Estes bancos devem suas origens às mesmas aspirações que geraram as instituições econômicas internacionais de Bretton Woods: a organização de uma ordem econômica global que tinha como objetivo produzir um ambiente de interesses mútuos entre as nações, capaz de viabilizar a cooperação econômica internacional. Temiam-se, então, os riscos de um novo conflito armado que pudesse resultar do fracasso ou da omissão dos países líderes da guerra no processo de construção da paz. Organizar a ação multilateral em torno de um ambiente de crescimento e estabilidade foi o primeiro passo na arquitetura montada, que resultou no FMI e no BIRD. O primeiro, era voltado para a promoção de um ambiente de estabilidade econômica. O segundo, era voltado para a mobilização de recursos para os investimentos necessários à reconstrução da base produtiva, bem como ao avanço do potencial de desenvolvimento nos países retardatários.

Durante alguns anos, nutriu-se a esperança de que a profissão conseguisse transformar em recomendações práticas de política macroeconômica, alguns de seus princípios gerais. Estes princípios, se seguidos pelos governos, poderiam garantir um mínimo de ordem macroeconômica estável, sob a qual floresceriam a prosperidade internacional e a maior integração dos mercados de bens e serviços. Em meio à falência do sistema monetário de Bretton Woods, devido ao co-

* Departamento de Economia da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

lapso das regras cambiais baseadas no padrão dólar e na intermediação financeira pública, a reconstrução de um sistema de intermediação financeira baseada em bancos privados de presença internacional avançou muito mais rapidamente do que a institucionalização do sistema. Alguns autores perceberam que diretrizes mínimas para as políticas de curto prazo, que garantissem a coerência intertemporal dos orçamentos públicos e dos balanços de pagamentos, deveriam ser integradas com um ambiente de reformas estruturais voltadas para potencializar os incentivos econômicos.

No início dos anos noventa, enquanto a diplomacia econômica do Grupo dos Sete tentava reerguer as bases para o retorno do financiamento privado aos déficits externos – parcialmente rompido quando o sistema bancário mundial conheceu a importância dos riscos soberanos, depois do grande colapso da oferta de financiamento privado internacional na esteira da crise dos anos oitenta –, John Williamson identificou o conjunto de princípios que norteariam a “economia política das reformas” na forma que então denominou “Consenso de Washington”, e que se tornou hoje um dos símbolos verdadeiramente *globais* da oposição à globalização¹.

A prosperidade internacional dos anos noventa, apesar do colapso japonês e da lentidão com que se ajustou o crescimento europeu aos desafios de uma economia mais aberta, foi grandemente facilitada por uma expansão extraordinária da liquidez internacional intermediada pelo setor privado. Esta expansão da liquidez foi possível graças a uma gestão monetária americana que conseguiu impedir, por alguns anos, que episódios financeiros de alta periculosidade potencial – como a crise das vendas automáticas de ações em 1987, o colapso do sistema cambial europeu em 1992, a crise mexicana de 1995, a crise asiática de 1997, a crise russa de 1998 e a crise do Long Term Capital Fund, em 1998 – desaguassem no perigoso movimento de contração de liquidez internacional, que hoje ameaça a recuperação da economia internacional e agrava os dilemas de política econômica a serem enfrentados no próximo mandato presidencial.

Neste período de grandes mudanças institucionais e de concentração nos aspectos de estabilização, a tradição da “teoria do desenvolvimento” estava em péssimo estado, tanto do ponto de vista analítico,

¹ Williamson (1994), Cap 2. Ver uma avaliação crítica em Bacha e Carneiro (1991).

quanto do ponto de vista das recomendações práticas para a política econômica. A confusão classificatória, que prevaleceu até os anos setenta, havia gerado alguma ordem em torno dos conceitos de crescimento e desenvolvimento, tomados por empréstimo da biologia, o que permitiu dar ênfase à idéia de mudança estrutural. Mas, do ponto de vista das implicações econômicas práticas, parece-me ter sido um pântano analítico a idéia de estrutura, que alimentou, por exemplo, a antinomia entre “monetaristas e estruturalistas”, que foi confundida por muitos com a antinomia, nos EUA, entre “monetaristas” e “keynesianos”, mais concentrada na eficácia dos usos de política monetária a partir da idéia de previsibilidade (ou imprevisibilidade) da demanda por moeda. Na realidade latino-americana, a maior parte dos “monetaristas”, seriam classificados como “keynesianos” no debate americano. Ao enfatizar o padrão de relações dentre os componentes de um todo, o conceito de estrutura é útil para satisfazer as inquietações, justificadas, de alunos de cursos de Introdução à Economia, assim como foi útil para sublinhar as peculiaridades do problema de crescimento econômico dos países retardatários, que supõe mudança estrutural.

Mas, o conceito resulta ser pouco útil para reflexões voltadas para as complexas interações entre política econômica de curto e longo prazo, que parecem ser a principal preocupação dos organizadores deste encontro de hoje. Em termos práticos, governantes modernos, ou seus eleitores, não poderão encontrar conforto em ouvir acerca da necessidade de “mudar as estruturas”, “quebrar as armadilhas estruturais” ou “fazer reformas estruturais”. Isso não significa que não haja conflitos notáveis entre políticas que contemplam mudanças importantes no quadro institucional em que atuam os incentivos econômicos e políticas que procuram apenas operar, da melhor forma possível, um quadro institucional consolidado. Não há ilusão, hoje, de que os esforços para manter as conquistas da estabilização sejam suficientes para acalmar as ansiedades por crescimento mais rápido, modernização social, equidade distributiva e ambiente de liberdade para a iniciativa no Brasil dos próximos anos. Mas certamente existem menos ilusões entre os profissionais de economia do que havia no passado, de que a construção de um desenvolvimento sustentado possa ocorrer às custas do agravamento dos desequilíbrios fiscais e de balanço de pagamentos.

Este trabalho examina, de forma breve, a natureza das implicações, para os próximos anos, dos conflitos entre estabilização e crescimento no Brasil, à luz de dois fatos recentes: a conquista de um regime de

inflação baixa e as frustrações com o crescimento econômico brasileiro nos últimos anos. O trabalho está dividido em 4 seções, além desta introdução. A seção 2 revê brevemente a herança teórica nos anos 90. A seção 3 concentra as atenções na relação entre inflação e estabilidade. Na seção 4, são examinados alguns resultados para a economia brasileira, detalhados em um apêndice econométrico retirado de um trabalho realizado em co-autoria com Thomas Yen Hon Wu (Carneiro e Wu, 2002). Na seção 5, são apresentadas as conclusões.

2. A herança teórica e empírica nos anos 1990

O que a ortodoxia do crescimento econômico herdou nos anos 90? Em sua “Contribuição para a teoria do crescimento econômico”, de 1956, Robert Solow procurou integrar o modelo keynesiano, que então constituía a essência para a condução da política anticíclica, baseado no controle da demanda global e nos fundamentos da evolução da oferta global a longo prazo². Ao dirigir-se para os determinantes da tendência de longo prazo do produto, uma vez que as oscilações cíclicas estivessem postas sob controle da política de demanda, Solow deu origem a uma separação (que hoje resulta ser excessivamente artificial) entre os fatores de curto e de longo prazo na determinação das trajetórias da produção e da renda. Especialmente, se compararmos a tradição imediata pós-Solow com os esforços, na primeira metade do século, de J. A. Schumpeter (1907), que baseou sua teoria do desenvolvimento econômico em um modelo do ciclo produtivo, ou mesmo com os de R. F. Harrod (1939), cujo modelo de crescimento era baseado na correção de erros do investimento, que gerava um impulso de natureza cíclica para a demanda global a curto prazo que se refletia na trajetória de longo prazo do produto.

Da mesma forma que contribuiu para a caracterização dos diferentes *steady-states*, o que estimulou as pesquisas empíricas acerca da convergência entre países e (que têm sido úteis para os estudos comparados das experiências de crescimento), Solow talvez tenha também contribuído para um certo distanciamento entre os trabalhos analíticos e as necessidades práticas da política econômica. Isto porque primeiro, as oscilações ficaram fora do modelo e, assim sendo, o problema de longo

² Solow (1965). O leitor interessado em uma visão atualizada e elementar da teoria do crescimento econômico deve consultar Jones (1998).

prazo ficava cada vez menos interessante para políticos que tinham de viver nas oscilações. Segundo, porque a falta de graça prática do *steady-state* é notória, se não houver uma boa modelagem que explique, à maneira dos modelos dos anos 30 (Hicks (1950) e Harrod, por exemplo), a natureza das forças dinâmicas que empurram a economia para fora do equilíbrio e as consequências dos erros de previsão e das ações corretivas dos agentes de investimento.

O “boom” mundial dos anos 90, fruto de uma combinação de inovações técnicas acompanhadas por uma liquidez internacional abundante, ajudou a construir um ambiente no qual a reflexão sobre o crescimento econômico reforçou a crença de que economias mais previsíveis seriam mais atraentes para absorver inovações e capital externo. As consequências desta visão serão examinadas nas duas seções seguintes.

3. Inflação e instabilidade³

Nas discussões correntes, os confrontos entre objetivos de estabilidade e de crescimento econômico no Brasil costumam, de forma implícita ou explícita, partir do pressuposto de que uma preocupação excessiva com a inflação seja uma característica conservadora e prejudicial às possibilidades de crescimento econômico. Na experiência histórica brasileira, a adoção de mecanismos destinados a neutralizar os principais efeitos destrutivos da inflação sobre a alocação de recursos (pela via da correção monetária que acompanhou a estabilização nos anos sessenta), prevaleceu sobre a insistência na estabilização. A utilização do Banco Central como banco de fomento na década de setenta; o recurso a orçamentos públicos paralelos ao que votava o Congresso (tais como os chamados “orçamento monetário” e “orçamento de dispêndios” das estatais); e a criação de espaço para o endividamento público em todos os níveis da federação, foram parte das soluções de caráter adaptativo encontradas para viabilizar, ainda que a altos custos, a extração de recursos dos quais a sociedade teimava em não abrir mão, pela via da tributação legal.

Em termos simplificados, tudo se passa como se o governo, para promover o desenvolvimento, precisasse de mais comando sobre a poupança, isto é, sobre a parte não consumida da renda gerada. E, ao mesmo tempo, produzisse um programa de investimentos como parte de

³ Esta seção resume idéias desenvolvidas pelo autor em Carneiro (1999).

uma estratégia de arregimentação de energia política em torno de uma agenda positiva, voltada para o crescimento econômico. Porém, uma vez que a sociedade nem sempre desiste do consumo para que o programa de expansão seja financiado, e isso ocorreu em vários episódios importantes dos surtos de crescimento na história brasileira recente, o governo adia (imagina-se que temporariamente) a compatibilidade entre os gastos e os recursos para um futuro, na esperança de que a renda maior futura possa permitir que seja menos custosa a solução do conflito entre o consumo de hoje e o consumo de amanhã. Este é o dilema básico do financiamento do crescimento econômico.

Ao perderem sua capacidade de extrair mais impostos, a curto prazo, pela via voluntária, os governos se endividam. Essa estratégia de “suavização da carga tributária” é tipicamente mais fácil quando o ponto de partida da dívida é baixo, quando existem amplos recursos naturais inexplorados (ou até insuficientemente mapeados, como era o caso, na década de sessenta), quando há amplo espaço para ganhos de produtividade por mero deslocamento da mão-de-obra, de uma agricultura pouco produtiva para um setor industrial que absorva tecnologia nova. Em outras palavras, quando há espaço para o crescimento da relação entre a dívida e o produto.

É mais viável, também, quando o eventual aumento da inflação, gerado pela inconsistência entre programas de despesa e possibilidades de receita, tem efeitos que podem ser considerados relativamente pouco desorganizadores para a sociedade. Isso é o que acontece quando a inflação é moderada, os ganhos de produtividade imensos e os agentes econômicos dispõem de pouco conhecimento acerca dos efeitos da inflação sobre o resultado de suas decisões de consumo, poupança e retenção de moeda.

A tarefa de adiamento do financiamento torna-se progressivamente mais difícil à medida que a sociedade desenvolve meios de defender-se das artimanhas do governo, que desgastam o poder de compra futuro da moeda, o que costuma ser apenas questão de tempo.

O resultado da forma pela qual foram resolvidos – ou, na realidade, postergados – alguns conflitos intertemporais no Brasil, e em outros países, foi a geração de uma inflação que resultou ser destrutiva do próprio desenvolvimento, como aconteceu nos anos 80. O mais grave é que os mecanismos que prolongaram a convivência com a inflação, como a correção monetária, serviram para tornar mais agudos os conflitos que procuravam evitar. A percepção de que existe sempre espaço para adiar a compatibilidade entre projetos e meios para financiá-los, entretanto,

gera um ambiente propício à instabilidade crônica, e esta tem sido a experiência histórica da América Latina⁴.

Um ambiente de instabilidade é, finalmente, um ambiente no qual o cálculo econômico envolve erros e a magnitude destes erros dificulta os cálculos necessários à racionalidade econômica, como é ilustrado pelos números analisados na seção seguinte.

Tradicionalmente, os riscos envolvidos em ambientes de alta volatilidade são base para uma explicação para as elevadas taxas de lucro (retorno sobre o capital investido) nesses ambientes. Uma explicação moderna para a ação destrutiva que a instabilidade gera para o crescimento econômico é o alto prêmio que adquire a chamada opção de espera, que é envolvida em uma decisão de investimento que tem caráter irreversível. Grande parte da decisão de não investir, que tem custos para o crescimento econômico é, assim, fruto da escolha de se adiar para um ponto futuro no tempo, o aumento da capacidade produtiva. O valor deste adiamento tende a ser maior quanto maior for a instabilidade e a incerteza envolvida no cálculo econômico⁵. Para uma economia pobre e desigual, este adiamento tem custos sociais que podem parecer politicamente inaceitáveis. E, dessa forma, um ambiente estável diminui os custos da decisão de investir.

Mais recentemente, especialmente diante das frustrações com o desempenho econômico depois das crises da segunda metade dos anos 90, das quais o Brasil não escapou, os falsos dilemas entre crescimento e nível de atividade voltaram a ganhar importância nas discussões de política econômica em fóruns mundiais. O principal falso dilema é a idéia de uma curva de Phillips de LP, revivida para explicar o baixo desempenho da Europa vis-à-vis os EUA. Atribuiu-se ao efeito do conservadorismo monetário a mediocridade da taxa de crescimento europeu na recuperação do início dos anos noventa. No outro extremo, (sob a influência da chamada Teoria dos Ciclos Reais de Kidland, Prescott e outros), a nova

⁴ O relatório anual do BID de 1995, que inclui um estudo comparativo sobre a volatilidade macroeconômica com base nos dados até 1992, conclui sobre as causas da instabilidade endêmica na América Latina: “O que determina a volatilidade macroeconômica? É a volatilidade na política macroeconômica, a volatilidade externa ou os regimes institucionais e de política? A evidência apresentada sugere que os três fatores são importantes”, pág. 210.

⁵ Tal explicação parte da idéia de que um custo importante do investimento produtivo em um dado momento é o de abrir-se mão do direito de adiar a decisão para uma ocasião melhor, preservando-se a liquidez para aplicação futura.

estratégia de modelar ciclos, a partir de fenômenos de oferta, derivava recomendações de pouco ativismo anticíclico através de políticas de demanda. Segundo esta abordagem, que durante algum tempo era considerada como a única baseada em fundamentos microeconômicos, o governo não deveria tentar estimular o crescimento, a curto prazo, pela via da política anticíclica, uma vez que os fenômenos de desemprego eram associados às dificuldades de obtenção de informação no mercado de trabalho. A ênfase em fenômenos de busca por melhores salários e condições de trabalho efetivamente contribuiu para melhorar a qualidade da política macroeconômica, reduzindo o excesso de ativismo anticíclico que reforçava os surtos de expansão de curta duração. Além disso, chamou-se a atenção para a importância de algumas mudanças estruturais que têm impacto microeconômico e que podem ser de alta relevância para o crescimento de longo prazo, tais como incentivos à maior transparência no mercado de trabalho, formas implícitas de contratos e diminuição dos custos da informação incompleta⁶.

Algumas conclusões podem ser retiradas das relações entre a herança teórica e empírica dos anos noventa. A primeira é que pode ser excessivamente custoso tentar resolver problemas de oferta com gestão de demanda. A segunda é que nem sempre é fácil discernir entre as diversas naturezas dos choques negativos de forma a agir de acordo com a política específica. A terceira conclusão é que os governos podem contribuir muito através da produção de externalidades importantes, a exemplo da educação, de uma estrutura tributária adequada, da preocupação permanente com a estrutura de incentivos, do ambiente regulatório, e da ação complementar, em mercados incompletos. Além disso, a ação em mercados incompletos ajuda simultaneamente a diminuir a volatilidade devida às oscilações cíclicas e a promover o crescimento a longo prazo. Privatização, abertura, esforço para a provisão de serviços governamentais mais eficientes, e disciplina macroeconômica fazem parte, assim, da herança positiva dos anos 90.

A despeito dos clamores indignados de não poucos políticos e de alguns economistas profissionais que apontam as idéias do “neoliberalismo” como causa das decepções com o crescimento, a sobrevivência dessas questões (associadas nas discussões públicas a pro-

⁶ Em conferência apresentada por Joseph Stiglitz em reunião anual da ANPEC/SBE acerca da relevância das implicações da economia da informação em mercados subdesenvolvidos, explorou esse ponto. Veja-se Stiglitz (2002).

postas “neoliberais”) nas agendas de todos os candidatos de todas as correntes ficou clara a partir da vitória dos social-democratas europeus, e da agenda democrata pós-Clinton. No caso brasileiro, alguns resultados da estabilização nos últimos anos (juros elevados e volatilidade) sobre as incertezas de caráter macroeconômico, que podem ter impacto sobre o crescimento de longo prazo, são examinados na seção seguinte.

4. Incerteza, estabilização e crescimento

Há uma pergunta prática que está por trás da discussão do problema dos conflitos entre estabilidade e crescimento na economia brasileira de hoje: a experiência brasileira recente com a estabilização melhorou ou prejudicou o crescimento brasileiro?

Há argumentos de natureza qualitativa, favoráveis e desfavoráveis, que têm sido levantados em debates pré-eleitorais e que justificam análises quantitativas.

Estabilizar uma economia, ao mesmo tempo em que se aumenta sua atratividade externa em contexto de abertura comercial e financeira, requer que seja fortalecida a base institucional de controle fiscal (enrijecimento das restrições orçamentárias), e que seja possibilitada a consolidação de um regime de câmbio flexível (autonomia para a política monetária). A atratividade para investidores externos, em princípio, permitiria alcançar maior crescimento a médio prazo, sem maior sacrifício do consumo interno. Isso significaria menor conflito e maior crescimento no longo prazo, pela absorção de progresso técnico incorporado em novos processos e novos produtos. Outro argumento favorável seria que um dos resultados positivos da estabilização (como a que foi perseguida nos últimos oito anos) seria melhorar a previsibilidade das variáveis nominais, em consequência de uma também maior previsibilidade dos preços na economia com baixa inflação. Isso, por sua vez, permitiria uma melhor distinção entre flutuações nominais e reais esperadas para variáveis que entram nas análises de projeto. Porém, um argumento desfavorável, que tem avançado nos debates, é o de que a ênfase na estabilização geraria posturas excessivamente conservadoras quanto ao nível de atividade, o que prejudicaria o crescimento⁷.

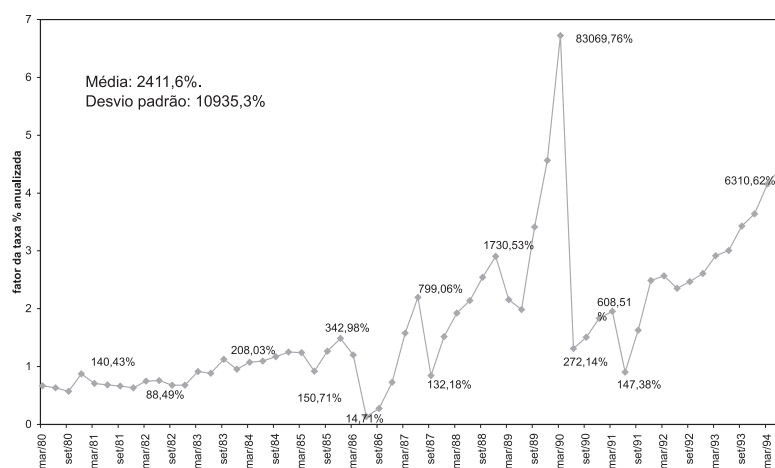
⁷ Em trabalho recente, analisei o efeito que a maior previsibilidade (ou imprevisibilidade) dos preços em uma economia estabilizada exerce sobre o desempenho da economia. Parte dos argumentos é resumida nessa seção, sendo que alguns pontos técnicos de interesse mais restrito são reproduzidos no apêndice. Carneiro (2000).

É inevitável que o comportamento das taxas de juros, antes e depois da estabilização, venha para o centro dessas discussões. Entretanto, desde logo pode ser observado que as séries de inflação e de juros nominais, em períodos de alta volatilidade nos preços, seguem, em linha geral, o comportamento da inflação, ou seja, exibem a propriedade que os econometristas chamam de co-integração. Na prática, isso quer dizer que não se prestam para obter relação de causalidade, pois a inflação e os juros nominais caminham na mesma direção. A taxa nominal de juros, apesar de suas variações poderem ter muita importância no curtíssimo prazo, só possui importância em conjunto com a taxa de inflação na definição da taxa real de juros, que é a variável que importa para análises de longo prazo.

Vejamos o que dizem os dados primários. A figura 1 apresenta a taxa de inflação trimestral medida pelo IPCA em dois períodos distintos. O primeiro vai desde o primeiro trimestre de 1980 até o segundo trimestre de 1994, trimestre anterior à implementação do Plano Real. Esta figura ilustra as diversas tentativas no período de se estabilizar a taxa de inflação. O segundo período vai do terceiro trimestre de 1994, trimestre de implementação do Plano Real, até o quarto trimestre de 2001. Por esta figura fica claro como o Plano Real e a estabilidade monetária aumentaram a previsibilidade dos preços da economia.

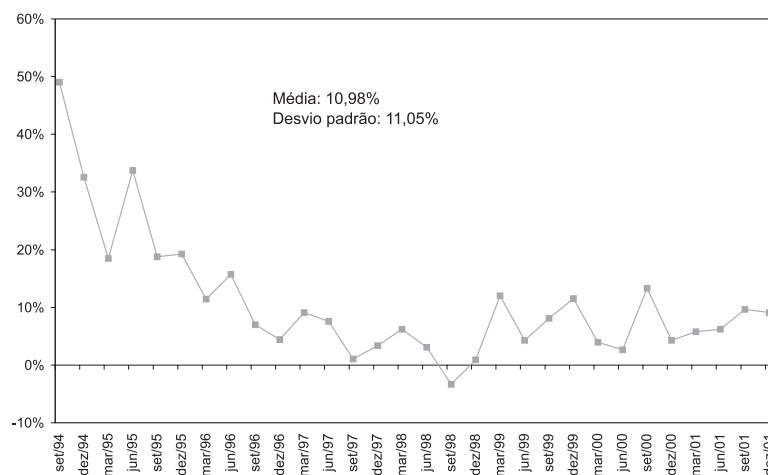
A trajetória da taxa nominal de juros está apresentada na figura 2. Nesta, os períodos foram divididos da mesma forma que na figura anterior. Em períodos de inflação baixa e estável, a taxa nominal de juros, além de definir a taxa real de juros, possui também influência por si, uma vez que define o rendimento de um investidor estrangeiro em um país que apresente abertura na conta de capitais. Esse papel é reduzido, e praticamente insignificante, em um período de alta inflação, durante o qual, na maioria das vezes, câmbio e juros nominais também são “co-integrados” à taxa de inflação, prevalecendo o comportamento conjunto das variáveis nominais, e não suas diferenças. Em contraste, em períodos de inflação baixa e razoavelmente previsível, movimentos da taxa nominal de juros adquirem importância por que se refletem na taxa real de juros.

Figura 1a: IPCA 1980.1-1994.2
(logaritmo do fator da taxa % anualizada)



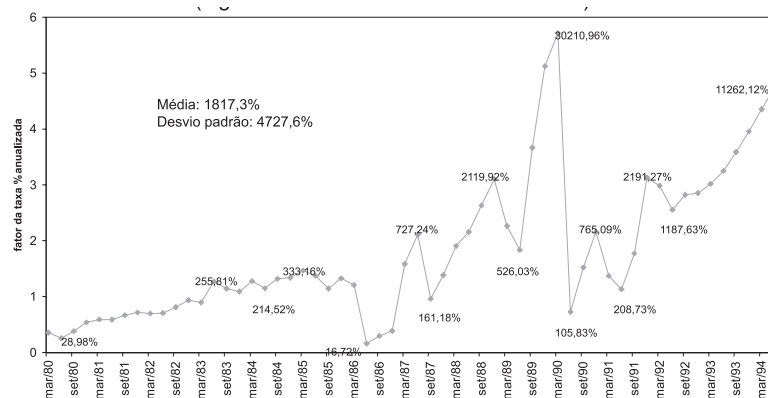
Fonte dos dados: IBGE

Figura 1b: IPCA 1994.3-2001.4
(taxa % anualizada)



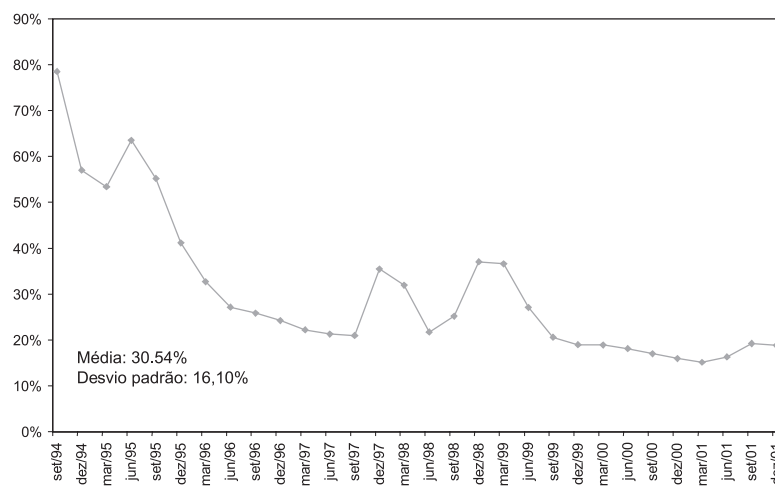
Fonte dos dados: IBGE

Figura 2a: Juros Nominais 1980.2-1994.2
(logaritmo do fator da taxa % anualizada)



Fonte dos dados: Gazeta Mercantil

Figura 2b: Juros Nominais 1994.3-2001.4



Fonte dos dados: Gazeta Mercantil

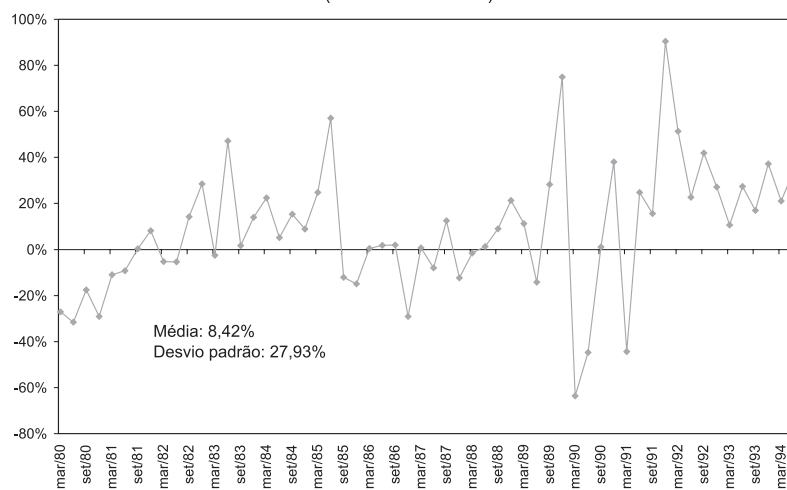
Analizamos, a seguir, o comportamento das séries reais, tanto para as taxas de juros, quanto para as taxas de crescimento, e fazemos as comparações dos períodos pré e pós-estabilização. Neste caso, o problema mais grave não é de média, mas sim de variância. A razão é que dificilmente observaremos crescimento ou encolhimento permanente para variáveis como a taxa de crescimento real do PIB, a taxa real de juros ou as Necessidades de Financiamento do Setor Público como porcentagem do PIB. Porém, variáveis reais que não são observadas diretamente, e que são obtidas a partir de dados nominais deflacionados por índices de preços, acabam apresentando maior volatilidade em períodos nos quais os preços estão mais voláteis.

A figura 3 apresenta a taxa trimestral real de juros, deflacionada pelo IPCA, nos dois períodos distintos. Em primeiro lugar, a magnitude do desvio padrão no período de alta (e volátil) inflação é de quase quatro vezes o desvio padrão durante o Plano Real: 6,94% contra 1,79%. Além disso, a média da taxa real de juros no período inflacionário, de 1,37% ao trimestre (aproximadamente 5,6% ao ano), é significativamente inferior à taxa média real de juros do Plano Real, de 4,09% ao trimestre (ou de 17,4% ao ano). Qual o efeito final sobre o crescimento do PIB?

Uma resposta pode ser sugerida pela figura 4. Mesmo com uma taxa média real de juros significativamente inferior, a alta volatilidade dessa taxa real de juros faz com que o desempenho da economia no período de alta inflação seja bastante inferior ao desempenho da economia no Plano Real em ambos aspectos. Não apenas a taxa média de crescimento é 1% inferior, de 1,83% contra 2,83%, como o desvio padrão é muito superior, de 5,03% contra 3,05%.

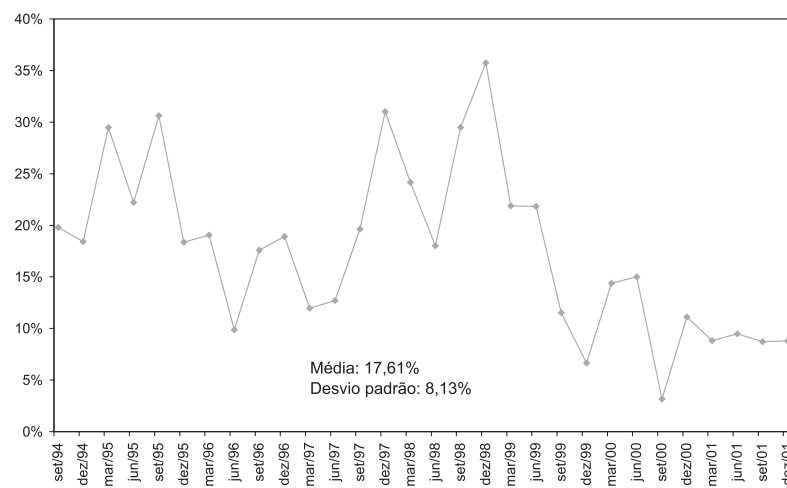
Este resultado merece ser observado mais de perto. É razoável imaginar que a alta volatilidade da taxa de juros reais faça com que o crescimento do PIB seja altamente volátil, na medida em que uma variável afete a outra diretamente. Mais do que isso, a alta volatilidade piora também o desempenho da economia, traduzindo-se em uma taxa média de crescimento também mais baixa. Ou seja, uma maior variância da taxa real de juros implica não apenas maior variância da taxa de crescimento do PIB, mas também menor média.

Figura 3a: Juros Reais 1980.1 a 1994.2
(taxa % anualizada)



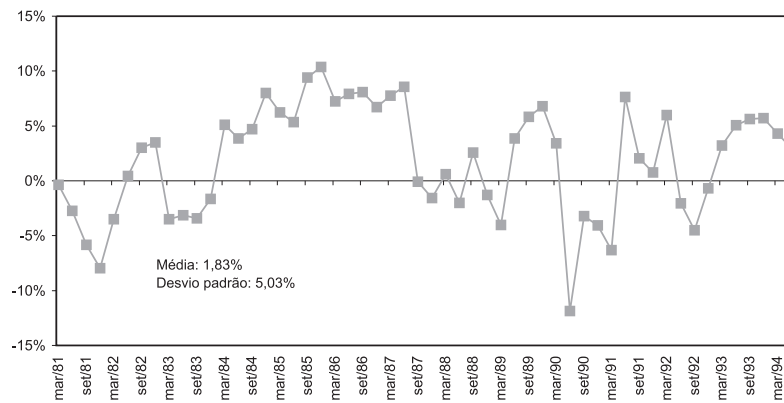
Fontes dos dados: Gazeta Mercantil, IBGE

Figura 3b: Juros Reais 1994.3-2001.4
(taxa % anualizada)



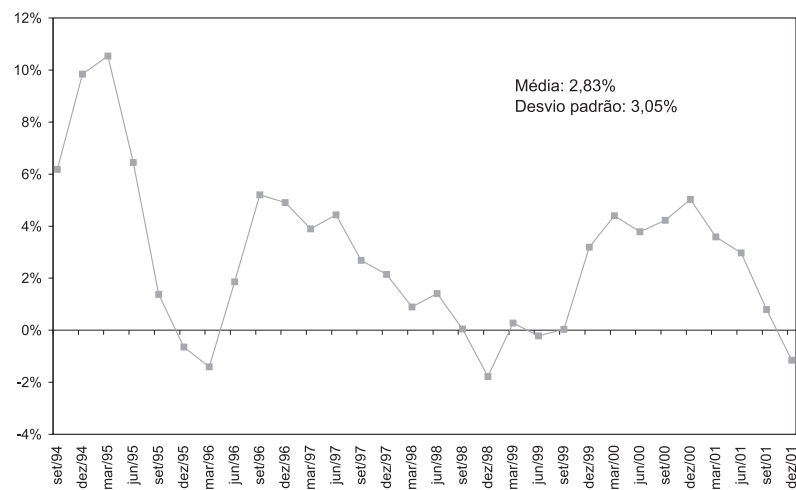
Fonte de Dados: Gazeta Mercantil, IBGE

Figura 4a: Crescimento do PIB 1981.1-1994.2
(taxa % trimestral)



Fonte dos dados: IBGE

Figura 4b: Crescimento do PIB 1994.3-2001.4
(taxa % trimestral)



Fonte dos dados: IBGE

A interpretação dessas conclusões não é, entretanto, trivial. É razoável esperar-se que a taxa de crescimento do PIB seja mais volátil no período em que a taxa real de juros for mais volátil. Porém, é útil distinguir-se entre dois casos: num primeiro caso, a taxa real de juros varia muito porque a inflação esperada é muito imprevisível (antes da estabilização); e, num segundo caso, na economia estabilizada, a volatilidade da taxa real de juros é elevada apesar da queda da volatilidade da inflação esperada.

A diferença entre os dois casos de volatilidade merece uma observação. O desempenho da economia pode ser bastante volátil porque a taxa real de juros resulta ser excessivamente volátil, ou seja, o PIB pode subir, descer e subir, devido a uma taxa real de juros que também cai, aumenta e volta a cair. Variáveis importantes para o crescimento, como o investimento, dependem de antecipações do PIB. Caso não possamos condicionar nossas previsões para o PIB em função da taxa real de juros, isso significaria que há uma incerteza maior com relação ao desempenho da economia. Porém, o tipo de incerteza aqui mencionado é mais específico, uma vez que depois do Plano Real teríamos maior previsibilidade na política monetária, dado que a prioridade conferida à estabilização impõe respostas contracionistas (mas previsíveis) aos choques que têm ocorrido. Os eventuais benefícios no longo prazo de uma boa gestão macroeconômica de curto prazo, em um mundo menos previsível, seriam frutos do melhor cálculo de riscos.

Assim, se for possível condicionar nossas previsões em função da taxa real de juros (determinada pela política de fixação nominal da taxa de juros de curto prazo), a pergunta, agora, pode ser formulada dentro dos seguintes termos: seriam os intervalos de confiança para a previsão do PIB mais amplos?⁸

De modo a investigar um pouco mais profundamente a relevância dessa distinção em termos práticos, uma vez que antes de uma estabilização, a alta volatilidade dos juros reais também pode ser associada não apenas a uma maior volatilidade do PIB, mas também a um crescimento médio menor do PIB, apresentamos, no apêndice, um teste para a relação entre a volatilidade da taxa real de juros e a previsibilidade do crescimento do PIB.

O apêndice apresenta (Tabela 1) a estimação de uma Curva IS com dados trimestrais desde 1981, utilizando um modelo Garch (2, 2) e in-

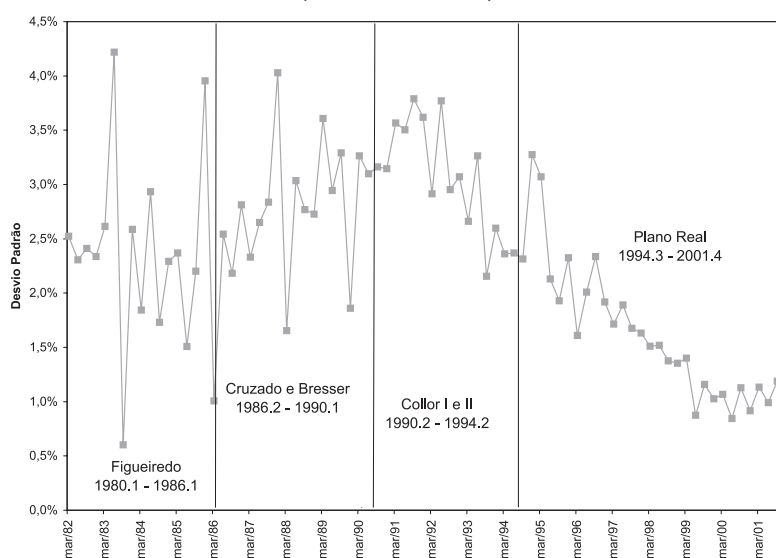
⁸ Do ponto de vista econométrico, esta é a distinção entre variância incondicional e variância condicional. Greene (1999).

cluindo a taxa real de juros contemporânea como variável explicativa. Isso quer dizer que a variância em um determinado período é influenciada pelas variâncias passadas, por choques passados e pelo nível da taxa real de juros. A equação 1 apresenta os coeficientes da Curva IS, enquanto a equação 2 apresenta a equação para a variância.

Com base na equação 2, construímos a série dos desvios padrão das variâncias ajustadas para cada período, segundo o modelo acima. Se utilizássemos a equação 1 para obter estimativas da taxa de crescimento do PIB em cada período, este desvio padrão calculado para cada período seria utilizado para se construir os intervalos de confiança da projeção. Dessa forma, a série de desvio padrão apresentada pela Figura 5 confirma nossa hipótese de que a variância condicional também é superior nos períodos de alta inflação.

Ou seja, podemos concluir que apesar da maior previsibilidade das políticas, a alta volatilidade da taxa real de juros (possivelmente em função dos choques) não apenas torna mais volátil, como também aumentou a incerteza nas projeções de crescimento do PIB e por essa via prejudicou o crescimento.

Figura 5: Desvio Padrão de Resíduo da Curva IS
(taxa % trimestral)



Fonte dos dados: Galanto Consultoria

5. Conclusões

As conclusões discutidas na seção anterior sugerem que os resultados obtidos pela estabilização dos últimos anos fortaleceram as instituições que permitem maior eficácia dos instrumentos de política macroeconômica. Houve diminuição significativa das artificialidades que prevaleceram historicamente nos mecanismos de formação de preços; ocorreu um enrijecimento da base legal de apoio à restrição orçamentária das diversas unidades da federação; e houve um importante reforço institucional dos mecanismos de atuação da política monetária, que é compatível com o aprofundamento do processo de liberação das relações internacionais da economia brasileira, sem que isso significasse um abandono da moeda nacional.

O resultado prático é que a próxima etapa de crescimento pode beneficiar-se de uma economia mais flexível, com maior capacidade para adotar políticas macroeconômicas coerentes, em resposta aos choques adversos, e que adquiriu respeito no diálogo internacional acerca das reformas institucionais que se fazem necessárias para tornar o sistema internacional menos frágil. Entretanto, com o final da prolongada expansão econômica norte-americana, que reforçou o aprofundamento financeiro internacional na última década do século passado, os choques que vêm do exterior tornaram-se potencialmente mais desestabilizadores para as perspectivas de crescimento. Além disso, há dúvidas quanto ao apoio do governo norte-americano a medidas voltadas para o reforço institucional da estabilidade da economia internacional. Com isso, os mecanismos de transmissão de crises tornaram-se menos previsíveis. Os danos potenciais causados por um encolhimento súbito do crédito externo tornaram-se mais incertos para os analistas de risco, atingindo as projeções de *cash-flow* e de rentabilidade que alimentam os cenários adotados nas análises de projetos. Em suma, o país tornou-se mais capaz de responder aos choques de forma coerente, mas piorou a percepção da gravidade dos choques neste início de milênio.

Vimos que a estabilidade monetária diminuiu a volatilidade dos juros reais e a volatilidade do PIB real. Na prática, considerando-se todo o período coberto pela série trimestral do PIB, em comparação com o que ocorreu nos períodos de alta incerteza de política antes do Plano Real, o crescimento médio da economia melhorou até 2001, e não piorou, como tem sido argumentado.

Quando examinamos a questão da previsibilidade do PIB, dada a política monetária, vimos que (ilustrado na figura 5) a estabilidade monetária do Plano Real trouxe o nível de imprevisibilidade, medida pela variância do resíduo, para um patamar bem abaixo dos valores observados nos períodos anteriores, seja o de acomodação inflacionária antes do Plano Cruzado, seja na era dos programas malsucedidos, com alta intervenção direta, chamados de heterodoxos. Porém, se olharmos mais atentamente, pode ser observado que, neste novo patamar, voltou a haver uma tendência, desde 2001, que pode ser associada ao aumento das incertezas internas e externas, a partir do primeiro trimestre de 2001.

Uma explicação possível é a de que o exame puro e simples das variáveis nominais, como taxa de juros e câmbio, não dá grande informação em períodos de alta e volátil inflação. Estas séries acabam seguindo a mesma direção, ou seja, são co-integradas, não permitindo distinção entre causa e efeito. Isso, entretanto, não ocorre em período de baixa inflação. Quando a Autoridade Monetária passa a dispor de dois novos “instrumentos” que, no caso particular, traduzem as condições monetárias, a previsibilidade da política pode ser maior e, neste caso, o que interessa são os erros a que estão sujeitas as previsões econômicas condicionadas pela ação do governo.

No teste efetuado no apêndice, verifica-se que a vantagem da maior previsibilidade da política pode não se traduzir em maior previsibilidade para o principal indicador de nível de atividade, que condiciona muitas decisões de investimento de curto prazo. A utilização dos instrumentos de política monetária pode estar gerando, desde os últimos choques desfavoráveis de 2001, uma nova onda de volatilidade crescente de curto prazo, que, combinada com a maior incerteza acerca da economia internacional, ajuda a explicar o desgaste político recente da política monetária e o baixo crescimento esperado.

Não é claro até que ponto o fenômeno aqui documentado pode servir de argumento para enfraquecer a sobrevivência da estratégia de metas inflacionárias, que tantos serviços prestou à condução de uma política monetária mais transparente e mais centrada nos objetivos de controle da inflação, mesmo em condições de alta volatilidade da taxa de câmbio.

Dentro deste contexto econômico, voltemos para a proposta original dos organizadores deste evento, qual seja, a de refletir sobre os pontos a seguir enumerados.

- a) Quais os principais desafios e possibilidades que se colocam para o Brasil no tocante à retomada do desenvolvimento, face ao contexto internacional previsto para esta primeira década do século XXI?
- b) Quais são as estratégias e políticas econômicas, de curto ou longo prazo, que podem ser recomendadas para o enfrentamento do problema?
- c) Nesse contexto, qual o papel que cabe ao BNDES no processo de desenvolvimento brasileiro?

Resumimos abaixo respostas precárias a essas difíceis perguntas, que emergem das reflexões das seções anteriores.

Em primeiro lugar, no contexto internacional em que se desenrola a atual transição política, há riscos significativos de que a recuperação econômica mundial possa ser seriamente afetada pelas dificuldades de recomposição da intermediação financeira global. As razões são claras: ainda não se completou a absorção das perdas incorridas com o fim da bolha de preços no mercado acionário americano; os riscos de inadimplência passam dos investimentos em ações para os mercados de débito; e aumentou a desconfiança de que aumente o risco de repúdio político à dívida externa entre os países altamente endividados. As consequências práticas esperadas são: a) uma diminuição do crédito internacional, como fruto do menor desejo de exposição ao risco por parte dos administradores da riqueza financeira privada, tais como fundos mútuos, fundos de pensão, e bancos que, na última fase de expansão, alargaram as fronteiras de suas intermediação financeira; b) a oferta de financiamento externo para os déficits dos balanços de pagamentos deve ficar mais dependente da disposição dos governos do G-7, em particular dos EUA, para reforçar os fundos disponíveis à atuação das instituições multilaterais; c) uma possibilidade de inovação nos mecanismos diretos de ação emergencial entre bancos centrais de países credores e devedores, na prevenção da transmissão internacional de crises bancárias.

Este diagnóstico sugere uma ação em duas vias para reduzir a fragilidade da economia: medidas que possam reduzir a propagação interna dos choques e medidas que reforcem a confiança dos investidores em projetos de longa maturação.

O momento de reflexão sobre o futuro requer cuidado redobrado para não reverter os ganhos obtidos, que são importantes. Mas também requer uma reflexão séria sobre a importância de não ser complacente com o imperativo de eliminação da pobreza e da fome. Difícil é fazer isso com eficiência no uso dos recursos e sem destruir os incentivos à integração de uma população cada vez maior no processo de aumento da produtividade.

Fazendo uso de uma frase do economista Xavier Sala-i-Martin⁹ em um estudo polêmico patrocinado pela ONU – que questionou a idéia de imiserção crescente trazida pelo crescimento (usando dados dos indivíduos no lugar dos dados de países) – é preciso evitar que “os ricos que estão se beneficiando no crescimento, se transformem em obstáculo às reformas estruturais capazes de melhorar o futuro dos pobres”. O discurso dos candidatos a Presidente nesta eleição de 2002 pareceu não divergir nesse ponto. Tendo em vista a experiência passada de conflito político, que costumava nutrir-se das frustrações populares com respeito ao emprego e a renda, percorremos um longo caminho no entendimento dos conflitos gerados pelo próprio crescimento econômico recente no mundo, que foi em si gerador de mais desigualdade, talvez por se haver baseado na absorção de novas técnicas, que beneficiam mais aqueles que tiveram acesso à educação e assim puderam absorvê-las e incorporá-las ao seu trabalho.

Os problemas dos próximos anos, entretanto, devem ser mais graves ainda. A conjuntura internacional está mais adversa do que imaginávamos há três ou quatro anos. No contexto desse trabalho, essa constatação traduz-se na expectativa de que: a) teremos mais choques externos adversos a enfrentar; b) haverá oportunidade para ignorar o progresso feito em matéria de instituições de política econômica. A consequência é que devemos esperar maior intervenção direta do Estado e, caso a crise externa venha a prolongar-se para além do próximo ano, é irrealista pensar que a arquitetura do modelo de intervenção a ser seguida pelo próximo governo possa resultar, pura e simplesmente, do esforço intelectualmente organizado que caracterizou a evolução das instituições nacionais e internacionais de política econômica nos últimos anos.

As estratégias e políticas econômicas de curto ou longo prazo para o enfrentamento dos problemas nesse cenário requerem a capacidade de equilibrar o progresso na institucionalização que conseguimos nos últimos anos, com a capacidade de reagir defensivamente diante de cenários adversos, e este difícil equilíbrio pode ser resumido nos seguintes desafios.

⁹No trabalho intitulado “The Disturbing Rise of Global Income Inequality,” Sala-i-Martin questiona o aumento da desigualdade entre as pessoas no mundo, observando o aparecimento de um significativo número de pessoas (equivalente aos 40% de chineses e indianos mais ricos) com renda em torno de \$8,000 anuais, um padrão de vida equivalente ao de Portugal, que terá um efeito importante para as perspectivas de difusão de alimentos de maior qualidade entre outros bens de consumo.

O primeiro desafio é o de como reestimar a economia sem destruir o caminho da independência monetária. As vantagens de persistir na idéia de ter uma moeda própria não são claras para todos, em particular tendo em vista o custo social envolvido nos colapsos monetários recentes. As alternativas à independência monetária são: a) integração monetária regional, que ainda é, na minha opinião, prematura; b) dolarização parcial, representada pela conversibilidade plena com taxas de câmbio fixas, que resulta em abrir mão de se ter um sistema bancário local (o que pode ser chamado de efeito Simonsen, que foi o primeiro a criticar o Plano Cavallo afirmando que eles esqueceram de abrir mão de qualquer possibilidade de dar redesconto aos bancos e assim só poderiam ter bancos internacionais), conforme os exemplos recentes das crises na Argentina e no Uruguai. Nas condições de hoje no mundo, me parece mais adequado tentar-se a independência monetária, o que é enfatizado pelos resultados resumidos na seção 4 deste texto, mas requer o reforço da confiança na gestão macroeconômica. Há um acervo de credibilidade interna e externa a preservar, e praticamente todos os candidatos a presidente o reconheceram. A manifestação mais eloqüente é que temos hoje uma taxa de inflação esperada relativamente pouco sensível a turbulências de curto prazo e a choques de demanda. E isso só ocorre porque tem persistido a idéia de que a prioridade para manter a inflação baixa continua válida. Essa solução, entretanto, está longe de ser consensual. Podemos apontar várias opiniões respeitáveis que são contrárias à independência monetária no caso brasileiro, inclusive daqueles que se apóiam nos argumentos do falecido Rudi Dornbusch à capacidade de sobrevivência da independência monetária em países com frágeis convicções políticas acerca dos valores da estabilidade. Uma leitura isenta da posição generalizada da maioria dos analistas e políticos, cujas opiniões circulam na imprensa brasileira, ilustra a seriedade deste desafio, pois predomina a crença de que estabilidade e crescimento são caminhos opostos.

Estas observações nos conduzem para o segundo desafio, que pode ser sintetizado como sendo a necessidade de trabalhar para a manutenção do sistema de baixa inflação não permanecer desequilibrado por força de taxas de juros nominais excessivamente elevadas, que, na prática, são incompatíveis com a construção de um sistema estável de intermediação financeira privada de longo prazo. Este desafio tem implicações diretas para o papel do BNDES.

Nos próximos anos, parece ser realista admitir que intermediação financeira puramente baseada no sistema financeiro privado estará sob

crítica e sob reforma, tanto no Brasil quanto na economia internacional. As consequências da última fase expansionista ainda têm um potencial elevado de turbulência em decorrência de dois fenômenos. O primeiro é que a globalização financeira sem um banco central mundial provoca uma multiplicação exagerada dos impulsos recessivos. O segundo é que as respostas regulatórias adequadas, no plano internacional, são menos prováveis de ocorrerem em uma conjuntura que tem sido caracterizada por baixa cooperação internacional. Por isso, as perdas atuais de riqueza privada (em especial as sofridas pelos fundos de aposentadoria em toda parte) tendem a diminuir o ímpeto privatizante das reformas da previdência, que estavam já em andamento lento diante da falta de modelos adequados de seguros para as aposentadorias mínimas e da falta de projetos adequados (no sentido de serem compatíveis com um mínimo de segurança macroeconômica) que considerem questões como impactos sobre a dívida pública, que produzam os incentivos corretos à gestão coletiva da poupança e produzam conflitos distributivos que sejam manejáveis politicamente. Uma consequência importante é a maior probabilidade de uma nova onda de intermediação pública, o que gera desafios novos para o BNDES. Atuar em áreas como a venda de seguro de investimentos contra o risco macroeconômico, a exploração de novas formas de parceria com outras áreas da intermediação financeira de longo prazo, o aprimoramento das formas de gestão de risco de carteiras com forte participação de títulos de longo prazo e as consequências práticas para a política de reservas da absorção de parte do risco macroeconômico abrem novas questões que são difíceis de tratar e cujos encaminhamentos requerem o uso de pessoal de alta qualificação e atualização profissional. Mas, dada a importância das externalidades a serem produzidas para todo o sistema de intermediação financeira, o encaminhamento dessas questões é essencial à discussão da nova etapa de crescimento da economia brasileira e suas inter-relações com a questão da estabilidade macroeconômica.

Referências bibliográficas

BACHA, Edmar e CARNEIRO, Dionísio Dias et al. (1991) *Stabilization Programmes in Developing Countries: Old Truths and New Elements. Development and Change: Essays in honor of K.N Raj.*, New Delhi: World Development Report, Technical Appendix.

- CARNEIRO, Dionísio Dias e WU, Thomas Yen Hon. (2002) Incerteza, Estabilização e Crescimento. *Carta Econômica Galanto*, Rio de Janeiro, jun..
- CARNEIRO, Dionísio Dias. (1999). Crescimento Econômico e Instabilidade no Brasil, *Texto para Discussão*, Departamento de Economia PUC-Rio, n.410.
- CARNEIRO, Dionísio Dias. (2000) Inflação, Crescimento e Juros em 2001. *Carta Econômica Galanto*, Rio de Janeiro, set.
- GREENE, W.H.(1999). *Econometric Analysis*, Prentice Hall ed.,.
- HICKS, J.R. (1950) *A Contribution to the Theory of Trade Cycle*. Oxford: Oxford University Press
- JONES, Charles I. (1998) *Introduction to Economic Growth*. Nova York: W.W. Norton & Company, Inc.
- SALA-I-MARTIN, X. “The Disturbing Rise of Global Income Inequality,” mimeo. UN, 2002
- SCHUMPETER, Joseph A. (1969) *The Theory of Economic Development*. 2.ed. Oxford: Oxford University Press
- SOLOW, R M. (1965) A Contribution to the Theory of Economic Growth. *Quarterly Journal of Economics*, p. 65-94.
- STIGLITZ, JE. (2002) *Globalization an its Discontents*. Nova York: W.W. Norton & Company, Inc..
- STIGLITZ, J.E. (2000) Externalities in Economies with Imperfect Information and Incomplete Markets *in Economic Theory and the Welfare State*, Nicholas Barr (ed.), Cheltenham, UK: Edward Elgar.
- WILLIAMSON, J. (1994), ORG, *The Political Economy of Policy Reform*. Washington, Institute for International Economics.

Apêndice

A volatilidade da taxa de juros real e a previsibilidade do crescimento brasileiro

O objetivo deste apêndice é apresentar um teste econométrico a partir da estimação de uma Curva IS – relação entre o PIB e a taxa real de juros – para um período tão longo quanto é possível, dadas as estatísticas de PIB trimestral para a economia brasileira, ou seja, a partir dos anos 80. Examina-se o comportamento dos resíduos – estimativas dos erros – das previsões e, a partir dessa série de resíduos, modela-se um processo para sua variância, variável chave para a construção dos intervalos de confiança das previsões.

Modelando a Variância dos Resíduos do PIB, é possível perguntar: maior volatilidade da taxa real de juros implica menor previsibilidade do crescimento do PIB?

É razoável esperar-se que a taxa de crescimento do PIB seja mais volátil no período em que a taxa de juros real foi mais volátil. Porém, observamos no texto que a alta volatilidade da taxa real de juros anterior à estabilização pode ser associada não apenas a uma maior volatilidade do PIB, mas também a um crescimento médio menor do PIB. Neste apêndice apresentamos o teste de uma hipótese bastante parecida, mas tecnicamente diferente, qual seja: a volatilidade da taxa real de juros implica também menor previsibilidade no crescimento do PIB?

A tabela 1 apresenta a estimação de uma Curva IS incluindo dados trimestrais desde 1981, utilizando um modelo Garch (2, 2) e incluindo ainda a taxa real contemporânea de juros como variável explicativa. Isso quer dizer que a variância em um determinado período é função de variâncias passadas, choques passados e da taxa real de juros. A equação 1 apresenta os coeficientes da Curva IS¹⁰, enquanto a equação 2 apresenta a equação para a variância.

¹⁰ Incluímos ainda duas variáveis *dummies* aditivas, uma para o segundo trimestre de 1990, quando se verificou uma queda sem precedentes da taxa de crescimento do PIB, e outra para os trimestres de racionamento de energia elétrica, conforme Carneiro e Wu (março 2001). Os coeficientes destas variáveis não foram reproduzidos ao longo do texto para uma maior clareza na exposição dos resultados.

Tabela 1: Modelo Garch (2,2)

Equação 1			Equação 2		
	Coef.	P-valor		Coef.	P-valor
C	0,02	0,0%	C	0,00	9,8%
PIB(-1)	0,70	0,0%	ARCH(1)	0,23	15,0%
PIB(-4)	-0,25	0,0%	ARCH(2)	-0,25	7,9%
Juros(-1)	-0,19	0,0%	GARCH(1)	0,54	6,4%
			GARCH(2)	0,48	6,9%
			Juros(-1)	0,00	4,5%
			R ²	59,2%	
			R ² ajustado	52,6%	

Fonte dos dados: Galanto Consultoria

Com base na equação 2, construímos a série dos desvios padrão das variâncias ajustadas para cada período, segundo o modelo acima. Se utilizássemos a equação 1 para obter estimativas da taxa de crescimento do PIB em cada período, este desvio padrão calculado para cada período seria utilizado para se construir os intervalos de confiança da projeção. Dessa forma, a série de desvio padrão apresentada pela Figura 5 confirma nossa hipótese de que a variância condicional também é superior nos períodos de alta inflação. Ou seja, apesar da maior previsibilidade das políticas, a alta volatilidade da taxa real de juros (possivelmente em função dos choques) não apenas torna mais volátil, como também umenta a incerteza nas projeções de crescimento do PIB.

Cf. Thomas Yen Hon Wu¹¹

¹¹ O autor é Mestre em Economia pela PUC-Rio e doutorando no Departamento de Economia da Universidade de Princeton, EUA. Este apêndice reproduz resultados de Carneiro e Wu (jun 2002).